

宏观

证券研究报告

2024年01月21日

当下需要重视什么

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观-企业出海的东南亚足迹》 2024-01-19
- 《宏观报告：宏观-最后一份经济数据值得关注什么？》 2024-01-19
- 《宏观报告：大选年的美国财政-大选年的美国财政》 2024-01-18

在随处可见高赔率资产的市场中，高胜率的投资机会可能出现在哪里？当下要重视什么？

第一个重视，是寻找经济转型中的新增量。第二个重视，是观察短期政策的效果。第三个重视，是在外部压力下的主动求变，释放改革的潜力和开放的动力。

所以在转型期，既要调整好心态主动适应转型，也要积极等待变化，不仅向前看——转型中的新增量，或向内看——存量政策的效果，有时也向外看——破解困局的方法在于主动求变。工夫在诗外。

风险提示：经济转型慢于预期，出海速度不及预期，外部压力超预期

阿根廷总统米莱在达沃斯论坛上的讲话，似乎是致敬了哈耶克的《通往奴役之路》。他的一些讲话让我们想起，阿根廷曾经也是一个发达国家。20 世纪初的阿根廷，GDP 全球排名前十，人均收入一度超过德国¹，首都布宜诺斯艾利斯被称为“南美巴黎”²。现在的阿根廷，人均 GDP 只有 1 万 3 千多美元，不到德国三分之一。2019 年阿根廷一度仅排在世界第 86 位³。

自二战结束以来，许多国家从一贫如洗的收入水平上升到了人均 GDP1 万美元以上的中等收入水平。但只有少数经济体能够在人均 GDP 超过 1 万美元后保持较快增长，最终跨越中等收入陷阱，发展成为 2 万美元以上的高收入国家。多数则长期徘徊在中等收入，甚至出现社会发展倒退。

2012 年，世界银行和国务院发展研究中心发布报告《中国 2030：建设现代、和谐、有创造力的社会》，其中指出，在 1960 年的 101 个中等收入经济体中，到 2008 年只有 13 个成为高收入经济体，而其余的 88 个经济体要么继续停留在中等收入阶段，要么下降为低收入国家或地区⁴。

我们认为跨入发达国家的经济体，无一例外经历了经济转型。转型是国家崛起的必然经历，就像人要经历挫折和烦恼，才能逐渐成熟一样。转型不仅仅是完成产业升级、新旧动能转换，更重要的是完成现代化改造，克服民粹主义，破除制度障碍，最终重新焕发增长的活力。

我们认为中国当下的经济结构转型逻辑很清晰。

一方面，中国人口自然增长率也从 2017 年开始持续回落，新增城镇人口自 2017 年起进入了持续下降的通道中，潜在的购房需求也随之逐年回落。人口负增长、城镇化放缓导致潜在增长“L”形回落。土地出让收入仍然是地方财政的重要来源，房地产长期下行也限制了城投和地方政府主导的基建投资。（详见《房地产新发展模式》2023-11-25）

2021 年地方政府土地出让收入约为 8.5 万亿元，占地方综合财力的 29%。2022 年地方政府土地出让收入较 2021 年下滑 1.8 万亿元，但在地方综合财力中的占比仍有 24%。2023 年土地财政继续走弱，预计较 2022 年再下滑 1.5 万亿元左右，也意味着地方政府性基金收入将较年初预算目标少 1.5 万亿元。（详见《赤字率的空间》2023.11.21）

另一方面，出口和制造业在经济中的占比持续提升，在顺境中有竞争力，在逆境中有韧性。

中国占全球的出口份额持续提升。2017 年中国占全球商品出口的比重为 12.8%，2019 年上升到 13.1%，2022 年上升至 14.4%。2023 年 1-7 月，中国在样本国家中的出口份额比 2017 年提高了 2 个百分点，其中对东盟、欧盟、墨西哥的出口份额均在上升。中国制造产能迁移到墨西哥和东南亚，替代了中国对美国的消费品出口，但又拉动了中国对东盟和墨西哥的资本品和中间品出口。（详见《无力的脱钩》，2023.12.26）

2023 年 1-11 月中国汽车整车出口 441 万辆，同比增长 58.4%，新能源汽车出口 109.1 万辆，同比增长 83.5%，占比为 24.7%⁵。2023 年中国出口汽车出口超越日本，成为世界第一大汽车出口国⁶。俄罗斯、墨西哥、澳大利亚等是中国汽车的主要出口地，2023 年 1-11 月中国对相关地区的出口汽车数量为 78.2、37.4、20.3 万辆，占总出口的比重为 28.5%⁷。在出口和政策的带动下，制造业投资依然是房地产投资负增长、基建投资下行时最稳定的支撑。

我们认为在转型中，悲观情绪很常见。因为转型所面对的新旧动能更替和经济增长回落，必然会带来风险释放和利益再分配，这是一个消磨信心和耐心的过程。

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/VPAF8n2zUjyMXfgqTnFN4w>

² <https://mp.weixin.qq.com/s/9Kk152Kw4WLCcNegi4-tiA>

³ <https://mp.weixin.qq.com/s/VPAF8n2zUjyMXfgqTnFN4w>

⁴ <https://news.sina.cn/2022-01-15/detail-ikyakumy0590543.d.html>

⁵ <https://mp.weixin.qq.com/s/Wryiv4ldm6Dq7PjgSafujA>

⁶ <https://mp.weixin.qq.com/s/z-xxhbu5t9cLMwWdH7VOFA>

⁷ <https://mp.weixin.qq.com/s/fHzxecVes0DQVaa5EVNSUg>

在这个过程中，既要破解过去增长模式形成的制度障碍和利益约束，也要应对外部环境变化带来的崛起成本剧增，信心必然容易受到影响。

另外，旧模式的成功离不开符合经济规律的激励机制，而新模式的成功也必须要有符合基本规律的激励机制的建立，这个基本规律就是市场和信任。但市场不是一天建成的，信任也不是一天形成的，需要有一个博弈和演化的过程，这个过程也在消磨耐心。

股市短期是情绪的投票机，市场显然受到了短期情绪的影响。股市长期也是经济的称重器，当前经济最大的基本面是转型，转型则意味着过去经验有可能已经失效。所以在这个短期悲观的环境里，应该避免惯性思维，避免随大流。

在随处可见高赔率资产的市场中，高胜率的投资机会可能出现在哪里？当下要重视什么？

第一个重视，是寻找经济转型中的新增量。

不可否认的是，转型在经济总量上面临一定压力时，也会有结构上的走强。目前看，转型过程中最明显的增量是出海和下沉。

早年的中国企业出海，以沿海制造代工企业为主，初衷可能主要是为了应对成本压力或者贸易摩擦的不得已而为之。当今的中国企业出海，已经有了主动开拓市场、挖掘需求的特征，不限于制造业和代工厂，而是全面开花，开启了中国企业的“大航海时代”。

商务部《我国全行业对外直接投资简明统计》显示，2023年前11个月中国投资者对全球154个国家/地区的7149家企业进行投资，累计投资了8145亿人民币，同比增长18.4%⁸。中国出海的不仅是可贸易商品和制造业产能，服务业也在出海。比如做游戏的星辉娱乐和掌趣科技，2023年海外营收占比为77.8%和55.7%。拥有用户量前四的全球电商，除了排名第一的Amazon是美国企业以外，剩余三家——temu、Aliexpress、shein都是中国电商⁹¹⁰。

出海和下沉是一体两面。2015年拼多多成立，依靠着下沉市场，拼多多业绩快速增长，2016年拼多多活跃买家数破1亿，单月GMV破1亿。2017、2018年活跃买家数连续突破2、3亿，2019年全年GMV踏上“万亿”新台阶，达人民币10066亿元¹¹。从成立到GMV突破万亿，拼多多用了近5年，而阿里用了10年，京东用了13年¹²。

依靠着下沉市场（2023年9月蜜雪冰城在三线及以下城市的门店数达到18297家，占总门店数的56.9%），蜜雪冰城在过去几年间快速发展，其营业收入规模从2019年的25.6亿元¹³提高至2022年的135.8亿元，且2023年前9个月营收规模就已经达到了153.9亿元¹⁴。靠下沉市场起家的蜜雪冰城也在积极出海，目前已经进入了越南、印尼、菲律宾、新加坡和马来西亚¹⁵。

出海和下沉也是生产型经济体发展到一定阶段后的必然选择。中国是最大的制造业国家，也是全球唯一拥有完整产业链的国家，但随着需求放缓、成本抬升，中国企业也面临着生存考验，必须思考怎么提升产品竞争力，把商品和服务卖到更多的地方去。

中国企业具有完整的供应链体系，最懂人性的商业模式，以及允许不断试错的庞大市场。依托着此前在从中国市场“内卷”出来的经验，中国优秀企业在出海或下沉市场时，往往能够更加的游刃有余。

⁸ [2023年1-11月我国全行业对外直接投资简明统计 \(mofcom.gov.cn\)](https://www.mofcom.gov.cn)

⁹ <https://mp.weixin.qq.com/s/a142voAfCOFZml8miYzjgQ>

¹⁰ <https://mp.weixin.qq.com/s/fpOFGDNnPNLPirpfJkcNtw>

¹¹ <https://help.pinduoduo.com/home/about/>

¹² <https://mp.weixin.qq.com/s/828LcbsMBfjySMHogwiqQw>

¹³ <https://mp.weixin.qq.com/s/iMYu4rrvxjNaQOTsvBPcdg>

¹⁴ [1年共卖出超70亿杯！两大茶饮巨头，同日申请上市 \(qq.com\)](https://www.qq.com)

¹⁵ <https://mp.weixin.qq.com/s/moKfCPgtJFVjgoVWZ6rjGQ>

实际上，发达经济体的转型时期也都经历了相似的过程。日本从 1985 年到 2021 年，制造业海外生产占比趋势性上升，2021 年达到了 25.8%。

第二个重视，是观察短期政策的效果。

货币政策方面，2024 年央行工作会议指出，要“注重新增信贷均衡投放，提高存量资金使用效率，进一步优化信贷结构”，货政司司长邹澜表示，“将综合运用公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现、准备金等基础货币投放工具，为社会融资规模和货币信贷合理增长提供有力支撑”，要“确保社会融资规模全年可持续较快增长”。央行对社融增速的要求体现了配合财政、加大对实体经济支持力度的态度。我们认为一季度存在降准的可能性，既能够配合财政政策发力，又能够传递货币政策积极信号。（详见《降还是不降》，2024-1-17）

财政政策方面，2023 年 1 万亿增发国债资金目前已经有 8000 多亿资金落实到具体项目，12 月 3500 亿元 PSL 资金也已经下发。2024 年除前期万亿资金国债继续落地外，地方政府也在储备超长期特别国债项目。去年 12 月建筑业 PMI 和新订单 PMI 环比上行了 1.9 和 2 个百分点，基建投资也超季节性增长 10.8%，高于 11 月的 5.4%。值得关注基建投资景气度回升的持续性。（详见《降还是不降》，2024-1-17）

第三个重视，是在外部压力下的主动求变，释放改革的潜力和开放的动力。

改革和开放，始终是中国经济发展的“两翼”。

今年是改革的大年。讨论改革与发展等若干重大问题的三中全会可能在今年召开。中央经济工作会议提出要谋划新一轮财税体制改革¹⁶。现代国家财政收入的主要收入形式是税收，处理中央和地方财政关系的重要内容之一是在分税制，分税制是现代财政体制不可或缺的内容，如何进一步完善分税体制应该是改革的重点。

分税制的成功，离不开商品房的全面放开和土地出让金对地方财政收入的重要补充。在中央对房地产长期供求关系发生重大变化的判断之下，分税制的改革，离不开土地制度改革、城镇化户籍制度改革和要素流动改革。中央经济工作会议提出，要“统筹新型城镇化和乡村全面振兴”，“把推进新型城镇化和乡村全面振兴有机结合起来，促进各类要素双向流动”¹⁷。

国常会也提出，“充分认识新型城镇化发展的巨大潜力和重大意义，牢牢把握以人为本重要原则，把农业转移人口市民化摆在突出位置，进一步深化户籍制度改革，加强教育、医疗、养老、住房等领域投入，推动未落户常住人口均等享有基本公共服务”¹⁸。

中国的户籍人口城镇化低于常住人口城镇化率 18 个百分点，这意味着户籍制度改革和以人为本的城镇化还有很大的提升空间，如果未来 10 年有近亿农业转移人口到城镇定居生活上学就医养老，依然能够带来巨大的增量消费需求、住房需求和基础设施投资需求。

今年也是开放的大年。今年的世界达沃斯论坛的主题是“重建信任”¹⁹，可见今天世界的分裂之加剧，信任之稀缺。刚刚落幕的 CES 是全球电子科技的“风向标”，今年 CES 全球参展商约 4000 家，其中中国参展商超 1000 家，是去年中国参展商 485 家的两倍多²⁰，中国企业仍在深度参与全球消费电子行业并探索前沿领域。

去年 12 月中国主动对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚六国持普通护照人员实行单方面免签²¹。国家移民管理局统计，政策实施后的一个月，上述六国来华人员共计 21.4 万人次，较 11

¹⁶ [中央经济工作会议在北京举行 习近平发表重要讲话 中国政府网 \(www.gov.cn\)](http://www.gov.cn)

¹⁷ [中央经济工作会议在北京举行 习近平发表重要讲话 中国政府网 \(www.gov.cn\)](http://www.gov.cn)

¹⁸ [李强主持召开国务院常务会议 研究深入推进以人为本的新型城镇化有关举措等 中国政府网 \(www.gov.cn\)](http://www.gov.cn)

¹⁹ <https://mp.weixin.qq.com/s/wgQI2sT4NREnek77bW1Bjw>

²⁰ <https://mp.weixin.qq.com/s/K2hmpjtjIT2dsdoTE-qifQ>

²¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/luBSKVllh11YQq5IsL-PA>

月份环比上升 28.5%，其中持普通护照免签入境人数占比超过一半²²。

今年 1 月 11 日，国家移民管理局推出了便利外籍人员来华五项措施²³，包括放宽来华外籍人员申办口岸签证条件、在华外籍人员可就近办理签证延期换发补发等。这些措施都指向了一个共同的目的——开放。

所以在转型期，既要调整好心态主动适应转型，也要积极等待变化，不仅向前看——转型中的新增量，或向内看——存量政策的效果，有时也向外看——破解困局的方法在于主动求变。工夫在诗外。

²² <https://mp.weixin.qq.com/s/H-LHblAmRD65q4ooCY7lJg>

²³ <https://mp.weixin.qq.com/s/8b59WP1RLAwOuGG4K8Vucw>

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com